

FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO NO PROCESSO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA BRASILEIRA POR MULTINACIONAL

Marcelo Tavares Da Silva - Universidade de São Paulo

Marcelo Caldeira Pedroso - Antonio Carlos de Campos Pedroso e Therezinha Maria Caldeira Pedroso

Resumo

Os processos de fusão e aquisição (F&A) são complexos e exigem grande investimento de tempo e dinheiro. A literatura registra que a maioria desses processos não proporciona os resultados esperados pela empresa adquirente, o que se pode traduzir em insucesso da operação de F&A. Os autores acreditam que as decisões tomadas na fase pré-aquisição desempenham papel-chave no processo de F&A. Este trabalho tem por objetivo principal identificar e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional. Para tanto, foi utilizado o método de estudo de caso longitudinal, para estudo do processo de aquisição. Utilizou-se a abordagem exploratória, por meio de pesquisa bibliográfica para a construção do referencial teórico, além de contribuição empírica. As técnicas de coleta de dados foram a pesquisa documental, e entrevistas semiestruturadas com 8 participantes de fases do processo de aquisição. Então, realizou-se a análise de conteúdo qualitativa dos resultados obtidos nas entrevistas. Concluiu-se que os fatores críticos de sucesso na fase pré-aquisição propostos pela literatura devem ser considerados num processo de aquisição, pois têm reflexos nas fases subsequentes que podem influenciar no sucesso ou insucesso da operação.

FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO NO PROCESSO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA BRASILEIRA POR MULTINACIONAL

RESUMO

Os processos de fusão e aquisição (F&A) são complexos e exigem grande investimento de tempo e dinheiro. A literatura registra que a maioria desses processos não proporciona os resultados esperados pela empresa adquirente, o que se pode traduzir em insucesso da operação de F&A. Os autores acreditam que as decisões tomadas na fase pré-aquisição desempenham papel-chave no processo de F&A. Este trabalho tem por objetivo principal identificar e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional. Para tanto, foi utilizado o método de estudo de caso longitudinal, para estudo do processo de aquisição. Utilizou-se a abordagem exploratória, por meio de pesquisa bibliográfica para a construção do referencial teórico, além de contribuição empírica. As técnicas de coleta de dados foram a pesquisa documental, e entrevistas semiestruturadas com 8 participantes de fases do processo de aquisição. Então, realizou-se a análise de conteúdo qualitativa dos resultados obtidos nas entrevistas. Concluiu-se que os fatores críticos de sucesso na fase pré-aquisição propostos pela literatura devem ser considerados num processo de aquisição, pois têm reflexos nas fases subsequentes que podem influenciar no sucesso ou insucesso da operação.

Palavras-chave: Empreendedorismo, Estratégia, Aquisição, Inovação

ABSTRACT

Mergers and acquisition (M & A) processes are complex and require a great investment of time and money. The literature records that most of these processes do not provide the expected results to the acquiring company, which can be translated as failure of the M & A operation. The authors believe that the decisions taken in the pre-acquisition phase play a key role in the M & A process. This research main aim to identify and analyze the critical success factors in the acquisition process of a Brazilian company by a multinational company. Thus, the longitudinal case study method was chosen to study the acquisition process. It was used the exploratory approach through bibliographical research for the construction of the theoretical reference, as well as the empirical contribution. The data collection techniques were a documentary research, and semi structured interviews with 8 participants of the acquisition process phases. Then, the qualitative content analysis of the results was carried out. The research concluded that the critical success factors in the pre-acquisition phase proposed by the literature should be considered in an acquisition process, since they have consequences in subsequent phases that may influence the success or failure of the operation.

Keywords: *Entrepreneurship, Strategy, Acquisition, Innovation.*

1 INTRODUÇÃO

Uma estratégia muito comum adotada por empresas para crescer é a de comprar ou se unir a outras empresas no processo conhecido como Fusões e Aquisições (F&A)¹. No Brasil, esses processos vêm crescendo nos últimos anos (KPMG, 2018).

Os processos de F&A são complexos e exigem grande investimento de tempo e dinheiro. Mesmo assim, há registros na literatura (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998; Kim & Olsen, 1999; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011) que a maioria (de 50% a 75%) desses processos não proporciona os resultados esperados pela empresa investidora, o que se pode traduzir em insucesso da operação de F&A. Os fatores culturais são mencionados como os principais para esses insucessos (Barros, 2003). Martin (2016) registra um número ainda maior (de 70% a 90%) para os insucessos dessas operações mencionando os seguintes fatores: real motivação da adquirente, frágil governança corporativa, falta de capital de crescimento, fraca supervisão gerencial na integração e falhas na transferência de capacidades e compartilhamento de recursos valiosos por parte da adquirente.

A maioria das fusões e aquisições são acontecimentos de um único evento que as empresas gerenciam com esforço heroico. Poucas empresas passam pelo processo vezes suficiente para desenvolver um padrão. Assim, ele tende a ser visto não como um processo, como algo replicável, mas apenas como algo a ser finalizado, para que todos possam voltar aos seus negócios ou às suas prioridades pessoais. A tendência para ver a integração como um evento único na vida de uma organização se deve ao fato de que as operações de F&A, muitas vezes, são experiências dolorosas e produtoras de ansiedade. Elas envolvem perda de emprego, responsabilidades reestruturadas, carreiras descarrilhadas, diminuem o poder, e muitas outras coisas estressantes. Não é de admirar que a maioria dos gerentes pense em como terminá-las logo - não em como fazê-las melhor da próxima vez (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998).

Melhorar o processo de F&A pode ser um dos desafios mais urgentes e imperativos que as empresas enfrentam, atualmente, quando adotam estratégias de crescimento (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998). A evolução tecnológica, as consolidações da indústria, a globalização da concorrência, e outras tendências têm desencadeado uma onda sem precedentes de F&A que não mostra sinais de diminuir. Considerando que as empresas adquirentes procuram fazer F&A com o objetivo de crescimento de participação no mercado e, portanto, com a expectativa de ter um desempenho, após completado o processo de F&A, equivalente ou superior ao que vinham obtendo sem as empresas adquiridas, é importante entender quais são os fatores críticos de sucesso (FCS) no processo de F&A que poderão levar ao insucesso.

Neste estudo, pretendeu-se responder à questão de pesquisa: “Como um adquirente multinacional pode se preparar adequadamente para o processo de aquisição de uma empresa brasileira?”.

O objetivo principal foi identificar e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional. Como objetivos específicos pretendeu-se: a) entender quais são e analisar as fases consideradas no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional; e, b) entender quais são e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico aborda a definição e tipologia de fusões e aquisições (F&A), as fases do processo de aquisição, a gestão da aquisição e os fatores críticos de sucesso de F&A. Esses temas são apresentados a seguir.

1 Neste artigo os termos Fusões e Aquisições (F&A) e aquisição serão utilizados sem distinção de sentido.

2.1 FUSÃO E AQUISIÇÃO: DEFINIÇÃO E TIPOLOGIA

Fusões e Aquisições (F&A) são uma parte importante em reestruturação de empresas. O propósito declarado por trás das F&A é que duas empresas operando em conjunto, como se fossem uma só, criam mais valor econômico para seus acionistas do que se elas operassem como duas empresas separadas. Apesar de vários estudos (Haspelagh & Jemison, 1987) indicarem que, no momento da transação de F&A, os acionistas da adquirida percebem valor criado, mas os acionistas da adquirente percebem valor destruído.

Dentro de uma perspectiva legal (DePamphilis, 2010), relacionada à estrutura legal utilizada para consumir a transação, denomina-se fusão à estratégia de combinar dois negócios. Basicamente, a fusão ocorre quando duas empresas se juntam ou se fundem para formar uma única empresa, mas sob um novo nome. Isto acontece porque, com frequência, as duas empresas possuem tamanhos similares e cooperam uma com a outra no processo de se tornar uma só empresa. Já a aquisição se refere à situação em que uma das empresas adquire a outra e esta última deixa, legalmente, de existir. Em geral, uma empresa compra uma outra de menor tamanho que pode ser absorvida pela organização da primeira ou se tornar uma subsidiária daquela. A empresa que procura fundir com ou adquirir uma outra empresa é, geralmente, denominada adquirente ou compradora. E, a empresa que está sendo comprada/adquirida é denominada alvo (*target*).

Dentro de uma perspectiva econômica (DePamphilis, 2010), independentemente do tamanho da empresa, há aquisição horizontal quando o adquirente e alvo competem na mesma indústria; e, há aquisição vertical quando o alvo é fornecedor ou distribuidor de um ou mais produtos ou serviços da adquirente. Na aquisição vertical, o adquirente passa a ter controle sobre parte da cadeia de valor. Se adquirir um fornecedor diz-se que houve ‘integração para trás’ e se aquisição for de um distribuidor, ‘integração para a frente’.

2.2 FASES DO PROCESSO DE AQUISIÇÃO

A aquisição deve ser entendida como um processo composto de fases ao longo do tempo, e não um evento. Como um processo, porque pode ser seguido passo-a-passo e melhorado. Composto de fases, para facilidade de estudo, entendimento das causas e consequências ao longo do processo. A figura 1 apresenta uma comparação entre as diferentes abordagens para o processo de F&A, segundo alguns estudiosos do tema:

Figura 1 - Fases do processo de F&A

		PROCESSO DE AQUISIÇÃO													
AUTOR / FASES		FASE 0				FASE 1					FASE 2	FASE 3	FASE 4		
MARKS, MIRVIS (2010)		Pré-combinação					Combinação			Pós-combinação					
DEPAMPHILIS (2010)		Plano de Negócios	Plano de Aquisição	Busca	Seleção	Primeiro Contato	Negotiation (Purchase Decision)					Plano de Integração	Fechamento	Integração	Avaliação
							Refinar Valoração	Estruturar a Transação	Realizar o Due Diligence	Desenvolver Plano Financeiro	Decisão: Fechamento ou Desistír				
GALPIN, HERNDON (2007)		Formular	Localizar			Investigar / Negociar						Integrar	Motivar		
SUDARSANAM (2003)		Estratégia Corporativo	Organização para aquisição			Estruturação da Transação						Integração Pós-aquisição	Auditoria Pós-aquisição		
JOHNSON, WHITTINGTON, SCHOLES (2011)				Escolha do Alvo		Valoração						Integração			
KIM, OLSEN (1999)						Gestão Pré-aquisição					Fechamento	Integração Pós-aquisição			
ASKHENAS, DEMONACO, FRANCIS (1998)						Pré-aquisição					Estruturação	Integração	Assimilação		

▨ Não contemplada

Fonte: elaborada pelos autores

A fase ‘zero’ é a que trata dos antecedentes do processo de F&A e vai desde a decisão da empresa em adotar a estratégia de crescimento via F&A, passando pela organização para F&A que inclui o plano de F&A, a procura e seleção do alvo, até o primeiro contato com o alvo.

Neste estudo, considerou-se que o processo de aquisição possui 4 fases: pré-aquisição, estruturação, integração e assimilação. Isto porque o Modelo Pioneiro (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998), utilizado pela GE Capital, foi o adotado pela adquirente multinacional (EUA) à época da aquisição da empresa brasileira, caso aqui estudado.

2.2.1 Fase 1: Pré-aquisição

A fase pré-aquisição é composta do *Due Diligence*, da negociação e do fechamento da transação de compra e venda da empresa-alvo.

Como os autores entendem que a fase pré-aquisição é a maior responsável pela definição de sucesso ou insucesso do projeto de aquisição, é nessa fase que o gerente de integração já deverá ser definido pela adquirente. Conforme Galpin e Herndon (2007) “A Integração começa com o *Due Diligence*”.

O **Due Diligence** (DD) é o processo de análise sistematizada da empresa-alvo da aquisição. A etapa se dedica majoritariamente ao levantamento da situação financeira do alvo da transação, verificando aspectos tributários, empréstimos, contratos firmados e aspectos legais que influam no negócio, visando auxiliar na definição do preço a ser pago (Barros, 2003). Auditorias terceirizadas costumam ser contratadas nesta fase. Advogados e contadores de ambas empresas dão grande enfoque financeiro ao processo de *due diligence*.

Mais recentemente, já conta com equipes multidisciplinares, e não apenas especialistas em finanças. Dessa maneira, é obtida uma visão mais ampla das competências da empresa, permitindo que as sinergias usualmente sonhadas, mas frequentemente não alcançadas, sejam concretizadas. Desta forma, já são abordados aqui fatores críticos para o sucesso, em diversas áreas da empresa-alvo (DePamphilis, 2010). Essas equipes recorrentemente incluem na DD uma auditoria nos recursos humanos da empresa a ser adquirida (Barros, 2003).

Para Barros (2003), estudar a cultura organizacional é outro aspecto muito importante para o sucesso da operação, mas raramente integra os esforços da *due diligence*. A história recente evidencia alguns casos de fracassos decorrentes da impossibilidade de integração de culturas organizacionais. Senn (1992) citado por Barros (2003) chama a atenção em suas pesquisas para a necessidade de entender previamente as culturas organizacionais, lembrando que a maior causa isolada da não-concretização do desempenho projetado pela equipe de avaliação é a incompatibilidade cultural entre as empresas. “Não avaliar as culturas é como casar apenas por dinheiro” (Barros, 2003, p.31).

Como já descrito neste estudo, a maioria das operações de F&A não tem sucesso por questões relacionadas a pessoas e à cultura organizacional. Então, é de se esperar que os adquirentes mais experientes deveriam conduzir análises dessas questões no *due diligence* com a mesma quantidade de esforço com que conduzem as análises financeira, dos ativos operacionais, aspectos legais, vendas e marketing etc. No entanto, os adquirentes falham por subestimar a importância potencial dessas questões (Galpin & Herndon, 2007). A experiência de Galpin e Herndon (2007) indica que um *due diligence* amplo, exaustivo, estratégico e mais orientado para a fase integração contribui com descobertas significativas que devem ser consideradas o quanto antes para que a transação seja bem-sucedida. Uma das recomendações é que o gerente de integração participe do processo de M&A, ainda durante o *due diligence*.

A **negociação** é um processo interativo e iterativo. Muitas atividades são conduzidas, concorrentemente, por vários membros do time de aquisição.

Na negociação, é elaborado um plano de pré-fechamento da aquisição por uma equipe formada, idealmente, por profissionais com experiência prévia oriundos dos níveis hierárquicos

mais altos da empresa, embora também sejam contratados o serviço e intermediação de bancos ou consultorias. Define-se a futura estrutura organizacional e o subsequente processo de integração - seu cronograma e os membros da equipe responsável por conduzi-la.

Eventuais participadas, fornecedores, clientes e outros envolvidos podem eventualmente ser impactados pelo processo, devendo, nesta ocasião, ser incluídos na discussão. É um processo longo e estressante.

Imprimir maior agilidade ao processo de negociação é um dos desafios das operações de F&A. Para alcançá-la são fundamentais a qualidade das informações obtidas na etapa *due diligence*, a definição prévia de uma estratégia que considere o universo de atores envolvidos no processo, a indicação de negociadores com base na estratégia escolhida e a identificação dos interlocutores e seus respectivos perfis (Barros, 2003).

A etapa de **fechamento** do processo de F&A consiste na obtenção do consentimento de todos os acionistas, consentimentos de terceiros (por exemplo, contratos com clientes e fornecedores), bem como, a conclusão do contrato definitivo de compra e venda. Como todas as outras etapas, esta atividade requer um planejamento significativo desde o início para que ela ocorra sem problemas. Infelizmente, isto é praticamente impossível de ser feito, em vista de todas as atividades em andamento durante o processo de F&A. Todas essas atividades tendem a convergir na data de fechamento (DePamphilis, 2010).

No fechamento, todas as questões negociadas entre as partes devem ser colocadas por escrito e redigido o contrato formal celebrando o fechamento da transação (a aquisição).

O andamento do processo vai depender de sua complexidade e do nível de confiança entre as partes envolvidas. O tamanho da transação não é um bom indicador de complexidade. Pequenas transações em termos de receita ou preço de compra podem ser muito complicadas quando estão envolvidas múltiplas partes, existem passivos fora do balanço patrimonial, ou são necessários vários níveis de aprovação legal.

Geralmente, devido aos altos valores envolvidos num processo de F&A, comprador e vendedor chegam a acordos que dividem o pagamento em uma parcela imediata e outra(s) subsequente(s), baseada(s) em resultados futuros (faturamento, EBITDA, lucro ou metas não-financeiras). Estes pagamentos efetuados após o fechamento do negócio são chamados “*Earnouts*”, e são efetuados geralmente em períodos de 1 a 3 anos (Mordaunt & Pierce, 2011).

A grande vantagem desta prática está em sua capacidade de reduzir a distância entre as expectativas dos adquiridos e a dos adquirentes. O adquirente frequentemente avalia uma empresa inferiormente à avaliação do adquirido, então ganhos adicionais proporcionais ao desempenho futuro servem como estímulo para que profissionais da adquirida permaneçam a bordo facilitando a transição – e garantindo o crescimento do negócio. Para o comprador, o *earnout* é uma proteção contra um eventual desempenho ruim subsequente à aquisição.

De acordo com escritórios de advocacia especializados (Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012), duas possíveis categorias de disputas podem surgir: se os objetivos previstos foram cumpridos ou não, e disputas acerca das razões pelas quais os objetivos não foram cumpridos (Field, 2005). Estas disputas podem se enquadrar em três subcategorias:

Problemas operacionais: podem ser motivados por atitudes do vendedor e/ou do comprador, respectivamente buscando inflar/reduzir o indicador utilizado no cálculo do *earnout*. Do ponto de vista do vendedor: abrir mão de oportunidades reais de negócio; desvio das práticas usuais; perda de clientes ou passagem deles a outras entidades similares; fechamento de unidades ou do negócio como um todo; e, *turnover*, em especial de membros-chave da organização. Do ponto de vista do comprador: não manter ou repor equipamentos necessários; vender ativos ou não investir adequadamente; e, *downsizing* desnecessário.

Problemas contábeis: disputas surgem por conta de metodologias contábeis aplicadas no pós-aquisição que desviam da norma pré-aquisição.

Problemas com a mensuração do desempenho pós-fechamento: investimentos ou

desinvestimentos; gastos com depreciação/amortização; operações encerradas; alocação de despesas da matriz ou de outras subsidiárias nos resultados financeiros da unidade adquirida.

A indicação de um **gerente de integração** é frequentemente desconsiderada pelos responsáveis pela aquisição, o que pode se provar um grande erro. O líder deve ter conhecimento das empresas, um estilo de liderança flexível e integrador, capacidade de ouvir e se relacionar com diferentes níveis hierárquicos, rigor no cumprimento de prazos e controle emocional. Ele deve ter poder na estrutura e também reconhecimento deste poder, para garantir velocidade para remoção de obstáculos e entendimento entre os mundos da adquirida e adquirente. A participação de um gerente de integração deve ser considerada e negociada pela adquirente junto à adquirida, durante a etapa de negociação, na fase pré-aquisição. (Barros, 2003; Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998).

Ao atribuir ao CEO (*Chief Executive Officer*) o processo de integração, se confundem as atribuições usuais de condução do negócio e as novas atribuições relativas à integração, podendo afetar a lucratividade dos negócios ao desviar a atenção do profissional (Angwin & Meadows, 2009). Por outro lado, um outro engano que algumas empresas cometem, segundo Barros (2003), é atribuir ao gerente de integração o papel de conduzir a integração e, simultaneamente, executar o *business plan*. Equilibrar o foco entre mercado e ambiente interno é um grande desafio, pois é frequente a observação de profissionais que tendem a privilegiar uma ou outra orientação.

2.2.2 Fase 2: Estruturação

A fase estruturação da F&A tem atividades que se iniciam (ou deveriam se iniciar) ainda durante a fase pré-aquisição e engloba (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998), além de outras:

- a. a apresentação formal do gerente de integração;
- b. a orientação dos novos executivos da organização sobre as regras do negócio e as questões não-negociáveis;
- c. o envolvimento dos gerentes sêniores da adquirida e da adquirente;
- d. a formulação conjunta do plano de integração, incluindo o plano de 100 dias e o plano de comunicação; e,
- e. o fornecimento de recursos suficientes e a determinação de responsabilidades.

Conforme Barros (2003), o planejamento da integração deve começar pela escolha da estratégia de integração, inclusive da integração cultural, e ser iniciado de maneira formal ainda durante o processo de negociação, na fase pré-aquisição. Pensar neste momento o processo pode, por um lado, parecer desperdício, especialmente se o fechamento da operação não se concretizar, mas, por outro, pode conferir mais segurança à própria decisão de fechar o negócio, permitindo avaliar o real valor do empreendimento diante dos desafios da incorporação.

2.2.3 Fase 3: Integração

A fase integração se inicia após a passagem do controle legal da empresa adquirida para a adquirente. Muito do que foi planejado (ou não) nas fases anteriores irá ter repercussão nesta fase. Rhinow (2006, citado por Yarshell, 2011) indica a necessidade de se começar a pensar nos problemas que vão ser enfrentados na fase integração, ainda na fase pré-aquisição, quando da negociação. James e Sitkin (1986) argumentam que a falta de uma atenção sistemática e profunda aos problemas potenciais da fase integração refletem a dificuldade de reconhecer o próprio processo de F&A como parte do problema.

As principais atividades nesta fase, além da óbvia execução do plano de integração, são:

- a. implantação do plano de 100 dias;
- b. contínua execução do plano de comunicação;
- c. uso de ferramentas de mapeamento de processos para acelerar a integração;

- d. uso de equipe de auditoria interna para as auditorias do processo;
- e. uso de *feedback* e aprendizado para, continuamente, adaptar o plano de integração; e,
- f. início da mudança de gestão para o curto prazo.

Na pesquisa que conduziu, Barros (2003) conclui que o período de integração dura em média 24 meses, e varia segundo vários fatores, demorando mais tempo quando, segundo Rourke (1992, citado por Barros, 2003), os fundadores permanecem na empresa adquirida.

Definido o gerente de integração, o passo seguinte é definir a equipe de integração, que deve ser composta, potencialmente, por gerentes das duas empresas envolvidas, pessoas com competências funcionais e interpessoais (Barros, 2003).

2.2.4 Fase 4: Assimilação

Após a integração, um período que (em média) se estende por até dois anos, inicia-se a fase assimilação que, em média, se completa em até três anos. Nesta fase, são realizados (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998):

- a. avaliação do plano de longo prazo e os ajustes;
- b. auditoria interna para auditar a integração;
- c. mudança de gestão para o longo prazo; e,
- d. um contínuo desenvolvimento de ferramentas, práticas, processos e linguagem comuns (integradas).

2.3 GESTÃO DA AQUISIÇÃO

A equipe de aquisição deve ser definida tão logo o alvo seja escolhido. Marks e Mirvis (2011, p.163) argumentam que a equipe, tradicionalmente, constituída de especialistas da área financeira (ou, no mínimo, com experiência nessa área) seja complementada com especialistas das áreas comercial, técnica, operacional e de recursos humanos.

A gestão da aquisição é um dos fatores críticos de sucesso no processo de aquisição porque aquela transpassa todas as fases deste.

A liderança em F&A tem recebido atenção como um FCS na gestão do processo de aquisição, de tal forma que a falta de uma ação decisiva da alta gestão no estabelecimento de direção clara à empresa e na gestão de mudança necessária durante o processo de integração, inevitavelmente, resultará em insucesso (Gomes, Angwin, Weber, & Tarba, 2013).

A equipe de executivos da nova organização, alguns dos quais fazem parte da organização resultante da operação de aquisição, deve ser dedicada à gestão da empresa e não à gestão do processo de aquisição, que pode distrair a equipe na atenção às metas de crescimento interno e inovação (James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Gomes, Angwin, Weber, & Tarba, 2013; Angwin & Meadows, 2009; Anslinger, Copeland, & Thomas, 1996). Alguns desses executivos nomeados podem ter participado da equipe de aquisição e isto pode facilitar e agilizar a tomada de decisões (Ashkenas & Francis, 2000).

A falta (ou insuficiência) de regras de **governança corporativa** é um dos grandes fatores que contribuem para o aparecimento de conflitos de gestão na nova organização. Se a governança não for prevista nas etapas de negociação e fechamento poderá contribuir para o insucesso da operação de aquisição.

A adquirente deve reconhecer a importância de envolver um advogado ou escritório de advocacia experiente em F&A, desde o início da consideração de uma proposta de transação para avaliar a estratégia corporativa e ajudar na formatação da estratégia legal: representação, possíveis litígios, preferências e confidencialidade que irão maximizar a probabilidade de sucesso da operação proposta, principalmente, se questionada pelos acionistas e outras partes interessadas (Rosen, 2010).

2.4 FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

Gomes, Angwin, Weber e Tarba (2013) realizaram um estudo de revisão sistemática da literatura existente sobre fatores críticos de sucesso em processos de F&A considerando os links entre as variáveis que impactam o desempenho da F&A nas diferentes fases do processo de F&A, assim como ao longo do processo de F&A. Eles comentam que, apesar de vários pesquisadores recomendarem o foco numa abordagem processual da operação de F&A (Haspelagh & Jemison, 1991; Jemison & Sitkin, 1986), esta perspectiva não tem sido desenvolvida tanto quanto era esperado.

O levantamento dos fatores críticos de sucesso (FCS) no processo de aquisição foi um dos objetivos específicos deste estudo. O Quadro 1, apresenta uma síntese dos principais fatores críticos de sucesso encontrados na literatura:

Quadro 1 - Fatores críticos de sucesso no processo de F&A (síntese)

Item	Fase do Processo de M&A Fator Crítico de Sucesso	Fase zero Antedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Assimilação	Área-foco	Literatura
1	Estratégia Geral e Experiência em F&A	X	X	X	X	X	Estratégia	Andrews, 1980; James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Mintzberg, 2005
2	Alinhamento Estratégico da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Ashkenas, DeMonaco & Francis, 1998; Ahmad & Glaister, 2013
3	Tamanho relativo da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	Finkelstein & Halebian, 2002; Very & Schweiger, 2001
4	Relacionamento Adquirente e Empresa-alvo	X	X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Graebner & Eisenhardt, 2004; Stahl & et al., 2011
5	Preço certo		X				Finanças	Anslinger & Copeland, 1996; Stahl et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999
6	Assimetria da Informação		X	X			Geral	Kim & Olsen, 1999; Galpin & Herndon, 2007; Stahl & et al., 2011; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012; Very & Schweiger, 2001
7	Estratégia de Integração		X	X	X		Estratégia	Kim & Olsen, 1999; Gomes, Angwin, Weber & Tarba, 2013
8	Liderança Pós-aquisição (Gerente de Integração)		X	X	X		Estratégia	Anslinger & Copeland, 1996; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco & Francis, 1998; Angwin, 2001; Angwin & Meadows, 2009; Teerikangas, Very & Pisano, 2011; Stahl et al., 2011; Vermeulen & Barkema, 2001;
9	Política de Compensação Futura		X	X	X		Pessoas	Anslinger & Copeland, 1996
10	Comunicação (Pré-aquisição)		X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Angwin, 2001
11	Recursos / Investimentos na adquirida		X				Finanças	Martin, 2016
12	<i>Earnouts</i>		X	X	X		Finanças	Barbopoulos & Sudarsanam, 2012
13	Transferência de Capacidades, Recursos e Conhecimento			X	X	X	Operações	Kim & Olsen, 1999; Martin, 2016; Finkelstein & Halebian, 2002
14	Comunicação (Integração)			X	X		Pessoas	Gomes, Angwin, Weber & Tarba, 2013; Stahl et al., 2011; Barros, 2003
15	Velocidade de Integração				X		Pessoas	Anslinger & Copeland, 1996; Ashkenas, DeMonaco & Francis, 1998; Stahl, Kremershof & Larsson, 2004
16	Time de Integração dedicado				X		Pessoas	James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001
17	Diferenças Culturais Nacionais e Corporativas				X	X	Pessoas	Graebner & Eisenhardt, 2004; Vermeulen & Barkema, 2001; Very & Schweiger, 2001; Angwin, 2001; Kim & Olsen, 1999; Stahl et al., 2011; Quah & Young, 2005; Marks & Mirvis, 2011; Jordão, Souza & Avelar, 2014; Barros, 2003

Fonte: elaborado pelos autores

Da análise do Quadro 1, pode-se observar que há 12 Fatores Críticos de Sucesso na fase Pré-aquisição e 10 na Fase Integração. Percebe-se que dos 12 FCS encontrados na fase Pré-aquisição, 7 são da dimensão Estratégia e dos 10 FCS encontrados na Fase Integração, 5 são da dimensão Pessoas. Portanto, também, que todos os FCS da dimensão Estratégia estão presentes na fase Pré-aquisição e todos os FCS da dimensão Pessoas estão presentes na fase Integração. O que confirma a importância da dimensão Estratégia na fase Pré-aquisição e a importância da dimensão Pessoas na fase Integração.

3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

O método de pesquisa utilizado foi o de estudo de caso.

Partindo-se da questão de pesquisa: “Como um adquirente multinacional pode se preparar adequadamente para o processo de aquisição de uma empresa brasileira?” foram realizados a pesquisa bibliográfica e o estudo de caso. Da pesquisa bibliográfica, planejou-se a pesquisa de campo, preparou-se o protocolo de pesquisa, quando então procedeu-se à coleta de dados via entrevista e pesquisa documental. Fez-se a análise de dados via análise de conteúdo.

Depois, apresentaram-se os resultados obtidos na pesquisa bibliográfica e na pesquisa de campo, onde houve a confrontação da teoria com a prática. Por fim, as conclusões e o retorno à questão de pesquisa.

Destaca-se que uma pesquisa que faz uso do estudo de caso deve, de alguma forma, contribuir com a teoria. Para que isto ocorra, é recomendado que se faça uma extensa revisão da literatura, para identificar lacunas e também para verificar conceitos que possam nortear o estudo como um todo (Yin, 2001). Desta forma, foi realizada a revisão da literatura através de pesquisa bibliográfica.

Neste estudo, foi empregada a abordagem exploratória, utilizando, primeiramente, a pesquisa bibliográfica como estratégia de pesquisa. A pesquisa exploratória tem como objetivo aprofundar o conhecimento sobre o problema a fim de torná-lo evidente (Gil, 2010).

Foi realizada uma revisão sistemática na base de dados *Web of Science*, em que foram selecionados os artigos científicos de maior relevância sobre F&A para entender os detalhes do processo de aquisição, para o período de 2000 a 2015, utilizando como descritores *acquisition*, *merger* e *cross border* com o operador booleano *AND* para título, assunto ou tópico, um filtro de categoria de pesquisa para *business* e *management*, e um filtro de tipo de documento para *article*. Dos artigos encontrados, após leitura rápida dos títulos e resumos, excluiu-se aqueles com foco em *valuation* ou *finance*, e incluiu-se somente os restritos à Europa e EUA. Os autores realizaram uma leitura analítica com a finalidade de ordenar e resumir as informações contidas nas fontes, de forma que estas possibilitassem a obtenção de respostas à temática do estudo. As informações extraídas dessas fontes foram então registradas no item Referencial Teórico.

Yin (2001) considera que o método do estudo de caso é indicado quando: a questão principal da pesquisa aborda perguntas do tipo como e por quê; o pesquisador tem pouca ou nenhuma condição de interferir no processo; e o foco da pesquisa considera eventos contemporâneos dentro do contexto de situações reais.

Os estudos de casos contemplam um exame detalhado de um único ou de um restrito número de casos. A unidade de análise é geralmente a organização, mas podem ser os departamentos ou as seções de uma organização, ou mesmo um conjunto de organizações (Bryman, 1989, citado por Pedroso, 2010). Na Figura 2, pode ser vista a identificação das empresas compradora (adquirente) e vendedora (adquirida).

A unidade primária de análise é a empresa vendedora, de capital 100% brasileiro, de porte médio, com atuação no mercado revendedor de instrumentação analítica, sendo à época a líder de mercado em seu segmento com participação de 5,5% (mercado pulverizado).

Foi utilizado o estudo de caso único, pois o projeto trata de um evento exclusivo representativo da experiência de um dos autores. Segundo Yin (2001), “o projeto de caso único é eminentemente justificável sob certas condições - nas quais o caso representa um teste crucial da teoria existente; nas quais o caso é um evento raro ou exclusivo; ou, nas quais o caso serve a um propósito revelador”. Além disso, os autores entendem que o caso em estudo seja relevante ao tema e às questões de interesse, pois trata-se da primeira experiência de aquisição da multinacional (acostumada a realizar aquisições em nível global) no Brasil.

A coleta de dados deste estudo de caso foi realizada por meio de entrevistas semiestruturadas. Os entrevistados foram aqueles indivíduos que Bryman (1989, citado por Pedroso, 2010) denomina como informantes-chaves da organização. Estes são (ou foram) gestores com senioridade e capacidade para tomada de decisões.

Com base nesse perfil, a definição dos entrevistados foi realizada levando-se em conta as responsabilidades que eles tiveram por períodos superiores a um ano, em quaisquer das fases do processo de aquisição. E, pelo sigilo que um processo de aquisição deve ter, somente pessoas-chave na organização vendedora que participaram do mesmo em, pelo menos, duas das quatro fases do processo de aquisição, foram selecionadas, entrevistadas e estão aqui identificadas.

Figura 2 - Caracterização das empresas

Características (em 2009)	Empresa Vendedora (Adquirida)	Empresa Compradora (Adquirente)
Configuração da empresa	Brasileira, de médio porte, com 2 pequenas fábricas, 2 escritórios regionais e matriz com operação comercial e serviços.	Corporação Multinacional (NYSE), de grande porte, com várias plataformas de negócios, +60 fábricas globais
Participação no Mercado Brasileiro (estimada)	5,5% (líder - mercado pulverizado)	1,5%
Fundação	1985	1985
Origem do Capital	Brasil (100% capital privado)	EUA (NYSE)
Tipo de Operação Predominante	Distribuidora de produtos importados e produzidos localmente	Fabricante de produtos industriais
Presença Geográfica	Brasil	Global
Produtos e Mercados	segmento de instrumentação analítica, produtos para laboratórios de análises de líquidos (água, sangue, etc), processos e meio-ambiente	segmento multi-industrial, produtos diversos
Faturamento líquido anual (em milhões de dólares)	60	13.000
Estratégia predominante	ser a líder em instrumentação analítica, no mercado brasileiro	ser a líder ou 2ª empresa, nos mercados em que participa
Número de colaboradores	270	50.000
Relação Adquirida-Adquirente	É distribuidora dos produtos no Brasil que representam 80% do faturamento local da adquirente.	É fornecedora de produtos que representam 23% do faturamento da adquirida.
Go-To-Market	Vendas: Equipe própria + representantes não-exclusivos; Serviços: Equipe própria	Vendas: Equipe própria + distribuidores exclusivos para os produtos fabricados + representantes não-exclusivos + vendas por catálogo; Serviços: Equipe própria + serviços de terceiros autorizados

Fonte: elaborada pelos autores

Por se tratar de uma pesquisa de natureza exploratória, o pesquisador procura realizar perguntas ou induzir discussões com o intuito de: compreender quais foram as fases do processo de aquisição; entender se os entrevistados percebem que participaram em alguma dessas fases; e, entender quais foram os fatores críticos de sucesso, identificados pelos entrevistados, nas fases em que participaram do processo de aquisição. Nesse sentido, o protocolo de pesquisa foi utilizado como um guia de temas relevantes para a entrevista, e não como um questionário a ser utilizado integralmente. (Pedroso, 2010)

As entrevistas semiestruturadas, com amostragem não-probabilística por conveniência, foram realizadas com oito respondentes, pessoas-chave (de ambas as empresas) envolvidas no processo de aquisição, a saber: quatro ex-proprietários da empresa adquirida (*former owners*); dois diretores executivos nomeados pela empresa adquirente para a nova organização e participantes da equipe de F& A; e, dois gerentes da empresa adquirida e com papel estratégico na fase de integração.

A coleta de dados foi complementada a partir de documentos internos do projeto de aquisição e baseada na experiência profissional de um dos autores, que atuou desde o início até a conclusão da fase de integração do projeto de aquisição, interagindo diretamente com todas as partes interessadas (proprietários da empresa adquirida, alta gerência da empresa adquirente, colaboradores da empresa adquirida, equipe de F&A e consultores externos).

Na pesquisa documental foram utilizadas informações do *due diligence*, *white paper* da proposta de F&A, plano estratégico de 100 dias, plano de integração, plano de comunicação, relatórios de desempenho e lições aprendidas. Essas informações são confidenciais e foram utilizadas para a análise das respostas dos entrevistados às perguntas do protocolo de pesquisa, na interpretação dos resultados e nas conclusões.

Uma vez coletados os dados, é necessário avançar na condução da pesquisa para a etapa

de análise de dados.

A técnica de análise dados que foi utilizada neste estudo é a análise de conteúdo (Bardin, 2002). A análise de conteúdo é um método de tratamento dos dados. Esse método visa identificar o que está sendo dito sobre determinado assunto.

Foram realizadas a pré-análise (fase de sistematização das ideias iniciais: escolha dos documentos que foram submetidos a análise, formulação dos objetivos da análise e construção dos indicadores que fundamentaram a interpretação final), a exploração do material (codificação), e, o tratamento dos resultados obtidos e interpretação, por meio de uma análise qualitativa.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

A etapa de análise de dados contemplou a compilação das entrevistas e a análise do caso. A análise do caso contempla as seguintes discussões: análise dos principais elementos do processo de fusão e aquisição e as conclusões da pesquisa de campo.

A seguir, são apresentados o perfil das entrevistas, os resultados na síntese da pesquisa de campo, e discussão com a literatura abordada no referencial teórico.

4.1 PERFIL DAS ENTREVISTAS

A pesquisa de campo contou com a participação de 8 entrevistados. Destes, 6 pela parte vendedora e 2 pela parte compradora. A Tabela 1 apresenta o perfil das entrevistas, com o perfil dos entrevistados (de colaborador da compradora/vendedora, responsabilidade à época do processo de F&A e seu envolvimento nas fases do projeto de F&A), data e duração das entrevistas. Os entrevistados D, G e H continuam a trabalhar na empresa resultante da aquisição. Todos os ex-proprietários saíram dentro do período de 2 anos da data da aquisição.

Tabela 1 – Perfil das entrevistas

Entrevistado	Compradora/ Vendedora	Tema 1					Data da Entrevista	Duração (min.)	
		Responsabilidade à época do processo de aquisição	Envolvimento nas Fases do Projeto de F&A						
			Fase 0	Fase I	Fase II	Fase III			Fase IV
A	V	GERENTE GERAL	X	X	X	X		28/03/2018	53
B	V	DIRETOR OPERAÇÕES (I)	X	X	X	X		08/06/2018	60
C	V	DIRETOR DE VENDAS	X	X	X	X		21/04/2018	58
D	C	DIRETOR FINANCEIRO	X	X	X	X	X	24/06/2018	43
E	C	DIRETOR DE OPERAÇÕES (II)			X	X	X	13/04/2018	33
F	V	GERENTE DE LOGÍSTICA	X	X	X	X		24/04/2018	36
G	V	COORDENADOR DE PRODUTOS				X	X	28/03/2018	33
H	V	COORDENADOR DE MARKETING				X	X	28/03/2018	35

Fonte: elaborada pelos autores

4.2 SÍNTESE DA PESQUISA DE CAMPO

A metodologia de pesquisa utilizada – estudo de caso – foi adequada aos objetivos e questões de pesquisa do trabalho.

A escolha dos entrevistados foi um ponto extremamente relevante na pesquisa de campo.

O estudo de campo ressaltou a necessidade das empresas se prepararem para participar de projetos de F&A, seguindo um processo estruturado em fases, detalhado em etapas, e com atenção aos fatores críticos de sucesso no propósito final de aumentar as probabilidades de sucesso do projeto.

A pesquisa de campo mostrou que, no caso estudado, houve grande aproximação da prática com o que diz a teoria sobre processos de F&A.

O comprador foi quem conduziu o processo de F&A e os vendedores entendem que isto, apesar de ambos considerarem demorado, foi bem-feito. Muito devido à grande experiência do comprador neste tipo de processo e por este percorrer fases e etapas com atenção aos fatores críticos de sucesso. De tal forma que, a grande maioria dos elementos encontrados e analisados, seja pela perspectiva do comprador ou pela perspectiva do vendedor, tem sido tratada pela teoria específica de F&A.

No estudo de campo, os pesquisadores procuraram obter as respostas dos entrevistados, de forma isenta, utilizando-se do protocolo de pesquisa como um roteiro de entrevista. Através dos depoimentos dos entrevistados, procurou-se levantar se houve problemas de gestão da nova organização e qual seria a fonte desses problemas, na opinião deles.

Segundo o que um dos autores pôde vivenciar, através do relato da sua experiência, as decisões tomadas (ou omissas) nas etapas de *due diligence*, negociação e fechamento, integrantes da fase pré-aquisição do processo de F&A, trouxeram consequências para a nova organização, na fase integração, que poderiam ter sido evitadas ou minimizadas e que, muito provavelmente, tiveram papel-chave e causaram impacto no desempenho da nova empresa formada.

O caso prático evidenciou dois elementos considerados como fatores críticos de sucesso, a saber:

- a. **os investimentos necessários** à empresa adquirida para, principalmente, atravessar a fase Integração, sem perder agilidade e, ao mesmo tempo, executar ações estratégicas conforme os planos de 100 dias, de comunicação e de implantação da cultura organizacional. Esses investimentos deveriam ter sido considerados pela adquirente, ainda na fase pré-aquisição, como um valor adicional a ser dispendido no projeto. **Os entrevistados mencionaram que não houve os investimentos necessários;** e,
- b. **o gerente de integração** que, segundo a recomendação teórica (Galpin & Herndon, 2007), deve participar desde a etapa *due diligence*, pois o plano de integração já começa a ser construído, naquela etapa. Tão importante é o gerente de integração que os vendedores entrevistados reconheceram que muitos ruídos e problemas poderiam ter sido evitados, se ele tivesse participado neste projeto. Principalmente, porque na falta de um gerente de integração dedicado, (todos ou) alguém vai ter de assumir um pouco das tarefas específicas que ficariam a cargo do mesmo. E, portanto, sem o gerente de integração há uma sobrecarga sobre essa(s) pessoa(s), pois, além das suas atividades na gestão do negócio, deve(m) se preocupar também com as atividades de implantação da cultura organizacional, plano de comunicação, plano de 100 dias etc. Com as respostas obtidas dos entrevistados, os autores concluem que **não houve um gerente de integração dedicado neste projeto de F&A.**

Também, é possível, constatar das respostas dos entrevistados que a falta de investimentos necessários e de um gerente de integração trazem consequências indesejadas, e que poderiam ter sido evitadas, para os *stakeholders* da empresa e têm forte impacto no desempenho da mesma. Não é por acaso, que um dos entrevistados comenta que “*por a empresa não ter feito os investimentos que eram necessários, o retorno do investimento*

realizado neste projeto de F&A sofreu um atraso considerável (de 4 anos)” e “Hoje, eu tenho a responsabilidade de acelerar a mudança de cultura das novas aquisições. E o resultado tem sido de muito sucesso! Com a experiência adquirida neste processo de F&A (caso aqui estudado), a adquirente acabou determinando que houvesse a nomeação de um gerente de integração para os processos (de F&A) futuros de forma a deixar as pessoas mais focadas no negócio e não preocupadas com o processo (de F&A)”.

Em relação aos outros fatores críticos de sucesso levantados no campo, percebe-se que houve a preocupação da compradora (e, da vendedora, quando pertinente) em levá-los em consideração, neste projeto de F&A. Todos esses outros Fatores Críticos de Sucesso, que apareceram no caso prático, são abordados pela teoria referenciada.

5 CONCLUSÕES

O objetivo principal desse trabalho era identificar e analisar as fases e os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional. Essas duas questões são discutidas no tópico a seguir. Ao final, são apresentadas as considerações finais.

5.1 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

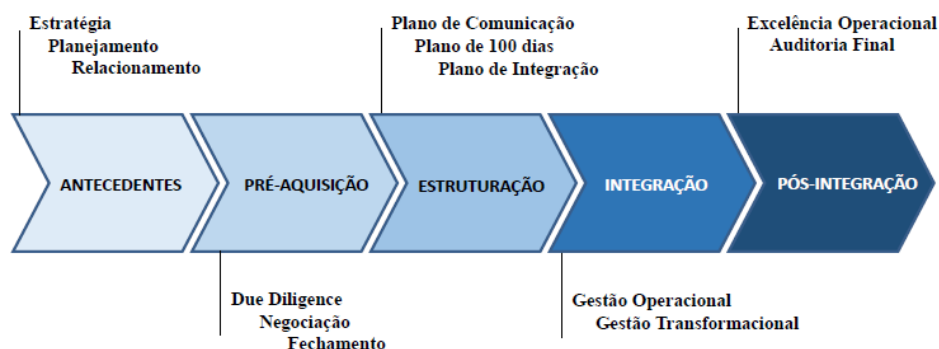
5.1.1 Fases do processo de F&A

Os autores puderam relatar suas descobertas através do estudo de caso real de um processo de F&A. Verificou-se que, quanto antes as ações forem organizadas e detalhadas de forma a se orientar o processo de F&A, maiores as chances de sucesso do mesmo.

Os autores, então, com a teoria estudada e com as contribuições do caso prático resumem as Fases do processo de F&A em 5 fases, conforme a Figura 3:

Figura 3 - Fases do processo de F&A

As 5 Fases do Processo de F&A



Fonte: elaborada pelos autores

5.1.2 Fatores críticos de sucesso no processo de F&A

No item 2, foi possível destacar os FCS segundo os principais estudiosos do assunto. No item 4, os resultados da pesquisa de campo foram apresentados e feito um comparativo com o que a teoria havia citado. Foi possível, então, relacionar os 12 principais FCS que estão apresentados no Quadro 2.

Pode-se verificar pelo Quadro 2 que a fase Pré-aquisição é a que concentra o maior número de FCS e que preponderam aqueles da dimensão Estratégia. Ou seja, conforme

esperado pelos autores, a análise do caso real específico teve por objetivo confirmar a teoria estudada e aplicada, com ênfase na fase Pré-aquisição, e como esta fase pode influenciar e definir todo o restante do processo de aquisição e refletir no desempenho da operação.

As decisões estratégicas do processo de F&A estão concentradas na fase Pré-aquisição, e têm repercussão em todas as outras fases. Uma decisão mal tomada na fase Pré-aquisição pode provocar grande impacto no restante do processo. Dependendo do impacto causado pode terminar por significar o insucesso da operação de F&A.

Dentre os FCS que estão presentes na fase Pré-aquisição (Quadro 2) encontram-se o Gerente de Integração (item 6) e os Recursos / Investimentos necessários na adquirida (item 9), apontando para que esses dois FCS sejam levados em consideração pelos gestores do processo.

Quadro 2 - Fatores críticos de sucesso: literatura + campo

Item	Fase do Processo de M&A Fator Crítico de Sucesso	Antecedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Pós-integração	Área-foco
1	Estratégia Geral e Experiência em F&A	X	X	X	X	X	Estratégia
2	Alinhamento Estratégico da Empresa-alvo	X	X				Estratégia
3	Relacionamento Adquirente e Empresa-alvo	X	X				Estratégia
4	Preço certo		X				Finanças
5	Assimetria da Informação		X	X			Geral
6	Liderança Pós-aquisição (Gerente de Integração)		X	X	X		Estratégia
7	Política de Compensação Futura		X	X			Pessoas
8	Comunicação (Pré-aquisição)		X				Estratégia
9	Recursos / Investimentos na adquirida		X				Finanças
10	Transferência de Capacidades, Recursos e Conhecimento			X	X	X	Operações
11	Comunicação (Integração)			X	X		Pessoas
12	Diferenças Culturais Nacionais e Corporativas				X	X	Pessoas

5.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os processos de F&A são complexos e exigem grande investimento de tempo e dinheiro. A literatura relata que a grande maioria deles não pode ser considerada sucesso. Como principais motivos citam as diferenças culturais. No entanto, como visto nesta pesquisa, com exceção de um erro grosseiro pela adquirente na seleção da empresa-alvo, os fatores culturais somente vão se manifestar com mais intensidade na fase Integração. Portanto, após a etapa de fechamento da transação, ao final da fase Pré-aquisição.

Os autores entendem que colocar a culpa (ou o motivo) pelo insucesso da operação nas diferenças culturais é não querer assumir que falhou nas análises realizadas durante as etapas *due diligence*, negociação e fechamento da fase Pré-aquisição. As diferenças culturais já existiam bem antes do processo de F&A ter iniciado. O que deve ser feito é utilizar-se de um processo de F&A bem estruturado, dividido em fases, em etapas, e detalhado o suficiente para avaliar os principais Fatores Críticos de Sucesso neste processo. Esta pesquisa procurou apontar caminhos, neste sentido, para qualquer participante de um processo de F&A: comprador ou vendedor.

REFERÊNCIAS

- Ahmmad, M. F., & Glaister, K. (2013). Pre-acquisition evaluation of target firm and cross border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894-904.
- Andrews, K. R. (1980). *The Concept of Corporate Strategy*. ed. rev., Homewood, IL: Dow Jones-Irwin. 180p.
- Angwin, D. N. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: national perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers. *Journal of World Business*, 36(1), 32–57.
- Angwin, D. N., & Meadows, M. (2009). The choice of insider or outsider top executives in acquired companies. *Long Range Planning*, 42, 359–389.
- Anslinger, P. A., & Copeland, T. E. (1996). Growth through acquisitions: A fresh look. Mergers and Acquisitions. *The McKinsey Quarterly*, 2, 97-109.
- Ashkenas, R. N., Demonaco L. J., & Francis, S. (1998). Making the deal real: How GE Capital integrates acquisitions. *Harvard Business Review*, 76(1):165-70, 172, 174-8.
- Ashkenas, R. N., & Francis, S. (2000). Special leaders for special times. *Harvard Business Review*, 78(6):108-16
- Barbopoulos L., & Sudarsanam S. (2012). Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains. *Journal of Banking & Finance*, 36, 678–694.
- Bardin, L. (2002). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Barros, B. T. (2003) *Fusões e aquisições no Brasil: Entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Atlas.
- DePamphilis, D. M. (2010). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 5th ed. San Diego: Academic Press.
- Field, A. (2005). How to survive an earnout. *Business Week*. Nova Iorque. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/how_to_survive_an_earnout.pdf>. Acesso em: 13/10/2016
- Finkelstein, S., & Halebian, J. (2002). Understanding acquisition performance: The role of transfer effects. *Organization Science*, 13, 36–47.
- Galpin, T. J., & Herndon, M. (2007). *The complete guide to mergers and acquisitions*. 2nd ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Gil, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas.
- Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, I., & Tarba, S. Y. (2013). Critical success factors through the mergers and acquisitions process: Revealing pre- and post-M&A connections for improved performance. *Thunderbird International Business Review*, 55(1), 13–35.
- Graebner M. E., & Eisenhardt K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(3), 366-403.
- Haspeslagh, P.C., & Jemison, D.B. (1987). Acquisitions: Myths and reality. *Sloan Management Review*, 28, 53–58.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. New York, NY: Free Press.
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review*, 11(1), 145–163.
- Jordão, R. V. D., Souza, A. A., & Avelar, E. A. (2014). Organizational culture and postacquisition changes in management control systems: An analysis of a successful Brazilian case. *Journal of Business Research*, 67(4), 542-549.
- Kim, K., & Olsen, M. (1999). Managing the corporate acquisition process for success. *Journal of Hospitality Financial Management*, 7(1), 19-34.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-

- acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- KPMG (2018). Relatório de Pesquisa de Fusões e Aquisições 2017 – 4º Trimestre. Brasil. Disponível em: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/01/br-fusoes-e-aquisicoes-4o-trim-2017.pdf>. Acesso em 14/07/2018.
- Martin, R. L. (2016). M&A: The one thing you need to get right. *Harvard Business Review*, 78 (6), 42-48
- Marks, L. M., & Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of Business and Psychology*, 26, 161–168. DOI 10.1007/s10869-011-9219-4
- Mintzberg, H. (2005). *O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados*. 4. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Mordaunt, J. J., & Pierce, K. M. (2011). Earnout: short-term fix or long-term problem? *Stout Sirius Ross*. Disponível em: <http://www.srr.com/article/earnout-short-term-fix-or-long-term-problem>. Acesso em 11/11/2016
- Pedroso, M. C. (2010). *Um modelo de gestão estratégica para serviços de saúde* (Tese de doutorado, Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo). Programa de Medicina Preventiva. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/5/5137/tde-24052011-115333/pt-br.php>.
- Pessoa, D. T., & Ribeiro, J. G. (2012) A cláusula de *earnout* em contratos de fusões e aquisições. *Levy & Salomão Advogados*, Novembro. Disponível em: <http://www.levysalomao.com.br/files/publicacao/anexo/20121129172305_bj---novembro-2012---a-clausula-de-earn-out-em-contratos-de-fusoes-e-aquisicoes.pdf>. Acesso em 11/11/2016.
- Quah, P., & Young, S. (2005). Post-acquisition management: A phases approach for cross-border M&As. *European Management Journal*, 23(1), 66–75.
- Rosen, C. A. (2010). The litigator's role in M&A transactions In G. Schiff (Org.). *Managing corporate governance issues in M&A: Leading lawyers on identifying issues in M&A negotiations, understanding risk in a down economy, and assimilating governance standards in a merger*. Inside the Minds. California: Thomson West, Aspatore Books. 2010. 160p.
- Senn, L. (1992). Cultura. In: Key, S. L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record p. 17-31.
- Stahl, G., Larsson, R., Kremershof, I., & Sitkin, S. B. (2011) Trust dynamics in acquisitions: A case survey. *Human Resource Management*, 50 (5). 575-603.
- Teerikangas, S., Very P., & Pisano V. (2011). Integration managers' value-capturing roles and acquisition performance. *Human Resource Management*, 50(5), 651–683.
- Vermeulen, F., & Barkema, H. (2001). Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal*, 44(3), 457-476.
- Very, P., & Schweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*, 36(1), 11–31.
- Yarshell, J. (2011). *Resultados de processo de fusões e aquisições de empresas no Brasil entre 2007 e 2011* (TCC - Trabalho de Conclusão de Curso, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo). 2011. 55p.
- Yin, R. K. (2001). *Estudo de Caso: Planejamento e métodos*. 2ª. ed. Porto Alegre: Bookman.